

<本次亮點>

1. 聯準會公布 5 月份利率決議，宣布升息 2 碼，拉升聯邦基金利率走廊至 0.75-1.00%，並宣布自 6 月 1 日起，每月初始縮表 475 億美元，三個月後將拉升至 950 億美元上限，皆合於市場預期，但聯準會加速升息對抗通膨的態度仍未見趨緩，估後市美債實質利率將更加速攀升，不利金價。
2. 聯準會主席鮑爾在 5 月利率會後的記者會上，亦表態未來幾次會議內，一次升息 3 碼並不在聯準會的考量內，顯示聯準會態度「鷹中帶鴿」，但值得注意的是，聯準會並未放棄一次升息 2 碼之升息舉措，升息曲線仍然是相當陡峭。
3. 展望金價後市，除了美債實質利率將持續上行以外，再考量到金價本波下跌並不多，籌碼面看，單週淨多單仍維持在 20 萬口以上的高檔水平，故淨多單後續仍然有繼續下降之空間，金價後市恐仍將繼續承壓，非盤即跌的趨勢並未改變。

聯準會升息、縮表大步走，黃金後市黯淡

美國聯準會 (Fed) 公布 5 月份利率決議，宣布升息 2 碼，拉升聯邦基金利率走廊至 0.75-1.00%，並宣布自 6 月 1 日起，每月初始縮表 475 億美元，三個月後將拉升至 950 億美元上限，皆合於市場預期，但聯準會加速升息對抗通膨的態度仍未見趨緩，估後市美債實質利率將更加速攀升，不利金價。

聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 在 5 月利率會後的記者會上，亦表態未來幾次會議內，一次升息 3 碼並不在聯準會的考量內，顯示聯準會態度「鷹中帶鴿」，但值得注意的是，聯準會並未放棄一次升息 2 碼之升息舉措，升息曲線仍然是相當陡峭，升息速率是創下 2006 年來最快。

而在聯準會加速升息的同時，美國通膨率也在 3 月份出現了見頂訊號，4 月份高機率將小幅放緩，這意味著若油價不再邁向每桶 120 美元，那麼美國通膨率的高點就將可能過去，雖然 2022 年還無法見到通膨率高速降至 4.5% 下方，但高通膨壓力將能獲得舒緩。

展望金價後市，雖然聯準會澆熄了一次升息 3 碼的激進預期，但以升息 2 碼的速率衡量，聯準會的絕對利率水準亦是在高速上升，與此同時，美國通膨率的溫和下降，使得名目利率與通膨的一來一往之間，將帶動美債實質利率高速走揚，金價後市恐仍將繼續承壓，非盤即跌的趨勢並未改變。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2022/5/5

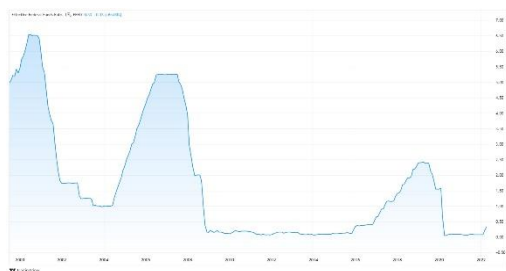
總經分析：

一.聯準會升息大步走，但維持二碼預期：

聯準會於 5 月利率會議宣布升息二碼 (50BP)，將聯邦基金利率走廊上調至 0.75-1%，而聯準會主席鮑爾在記者會的開場白就是「通膨過高」，這也直接定調了聯準會當前的貨幣政策方向，同時鮑爾在記者會上認為，美國當前經濟和就業市場相當強勁，美國可以在大步升息的貨幣政策下實現經濟軟著陸，但鮑爾同時也否認未來幾次會議更高速升息三碼 (75BP) 的可能性。

整體來說，本次聯準會並未如市場想像般鷹派，政策路徑皆是符合市場預期的，而從未來的升息路徑來看，中性利率 (neutral rate) 是聯準會升息的上限目標，目前聯準會預計中性利率約落在 2-3% 之間。

若按照 2.5% 的中性情況來推算，聯準會需在接下來的 6 月升息二碼，7 月及後續的會議可以放緩至升息一碼，如此才能在 2023 年初達到約 2.5% 的利率水平；而要是按照 3% 的水平推算，聯準會則需要在接下來的 6 月和 7 月皆升息二碼，升息速率將會更快。



聯邦基金利率走勢圖 資料來源：
tradingview 資料日期：2022/5/5

二.縮表加速增量：6 月開始縮表，3 個月後翻倍

與上一輪聯準會 2017-2019 年的縮表經驗相比，這次聯準會的縮表節奏不僅更快，且力道更大，並參考上輪緊縮經驗，

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

聯準會是在升息循環進入後段才開始縮表，從升息到縮表中間間隔 2 年，但本次聯準會於 3 月份 Taper 結束後就開始升息並討論縮表，且僅僅過了兩個月就公佈縮表計劃，並在 6 月 1 日就將正式開始縮表，節奏明顯更快。

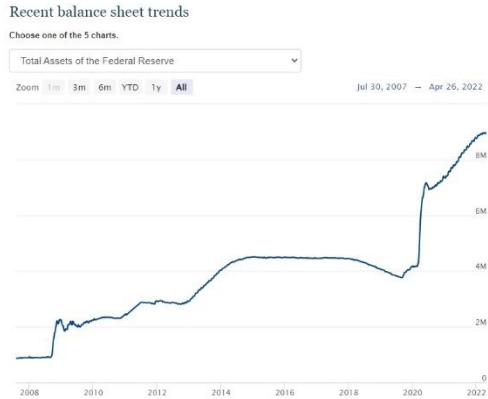
聯準會縮表加速且增量，原因在於，由於聯準會資產負債表在疫情後翻倍，且美國通膨率高漲，故這次縮表力道更大。

以上一輪縮表經驗看，上輪縮表起初是每月縮減 60 億美元公債及 40 億美元 MBS，並在四個季度後才達到每月 300 億美元公債及 200 億美元 MBS 的縮減規模。

而本次縮表的初始力道，事實上就已經與上一次縮表的上限相當，本次聯準會將於 6 月 1 日啟動縮表，初期將縮減每月 300 億美元公債和 175 億美元 MBS，共 475 億美元規模，並將在 3 個月內逐漸將縮表規模提升到每月 950 億美元，其中美債 600 億美元，350 億美元 MBS。

若按此上述聯準會規劃之進度計算，聯準會將於 2022 年縮減近 5000 億美元的資產負債表規模，並在 2024 年底將資產負債表收縮到 2020 年 3 月新冠疫情前的水平。

從影響上來說，縮表作為基礎貨幣數量的控制工具，將勢必會直接給市場帶來流動性的影響，且上一輪縮表因為經歷的時間長並規模較小，故市場表現比較平穩，而這次在大幅升息和快速縮表同步進行之下，相信對資產價格的干擾將會存在。



聯準會資產負債表規模 資料來源：
federalreserve 資料日期：2022/5/5

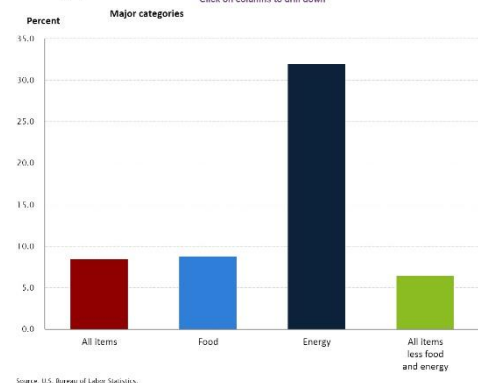
三.美國 3 月 CPI 暗示通膨將觸頂：

由於美國 4 月份 CPI 尚未公布，但根據美國勞工部先前公布 3 月消費者物價指數 (CPI) 顯示，年增率報 8.5%，略高於市場預期的 8.4%，改寫 1981 年 12 月以來最大增幅。

但值得注意的是，排除食品、能源等波動性較大的項目後，3 月核心 CPI 年增 6.5%，是低於市場預估的 6.6%，且 3 月核心 CPI 月增率則報 0.3%，更低於預期的 0.5%，從核心 CPI 數據觀察，美國通膨正開始出現觸頂跡象。

- 美國 3 月 CPI 年增率報 8.5%，市場預期為 8.4%
- 美國 3 月核心 CPI 年增率報 6.5%，市場預期為 6.6%
- 美國 3 月 CPI 月增率報 1.2%，市場預期為 1.2%
- 美國 3 月核心 CPI 月增率報 0.3%，市場預期為 0.5%

12-month percentage change, Consumer Price Index, selected categories, March 2022, not seasonally adjusted



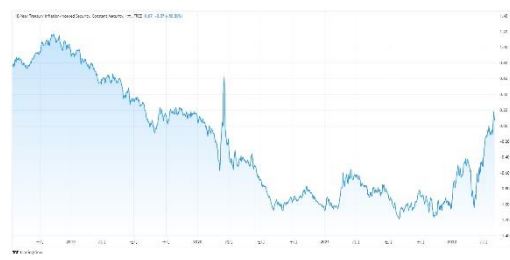
美國 3 月 CPI 各項數據表現 資料來源：
U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS
資料日期：2022/4/12

從 3 月 CPI 數據觀察，雖然 3 月 CPI 年增率續創逾 40 年新高，但 3 月核心 CPI 年增率與月增率升幅皆低於預期，再加上近期油價的回落，皆暗示了美國通膨可能已經於 3 月見頂。

估值分析：

黃金主要以實質利率作為定錨，過去 20 餘年間，金價是與實質負利率呈現絕對負相關，故市場常見的金價估值方式，即是以實質利率進行估值，據費雪方程式 (Fisher Equation) 公式描述，實質利率即等於名目利率減通膨預期。

截至 5 月 5 日最新數據，美債實質利率自 -1.04% 的波段低點升至 0.07%，在聯準會升息二碼、啟動縮表的帶動下，實質利率正式出現轉正。



美債實質利率 資料來源：tradingview

資料日期：2022/5/5

籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 4 月 29 日公布之最新數據顯示，截至 4 月 26 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是大幅減少 20234 口至多單 310511 口，而空單則小幅增加 1499 口至 92487 口，單週淨多單在多單大減的帶動下，大幅降至 218024 口。

當前黃金籌碼面觀察，黃金交易員正在開始對金價獲利了結，並正在逐步拉升先前低配的空單部位，顯示在聯準會加速升息、美國通膨率有望見頂的前景下，黃金交易員已對後市感到悲觀。

Gold (Apr 29)	
Long	310511
Change	-20234
Short	92487
Change	+1499
Net Position	218024
Change from last week	-21733

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2022/4/29

黃金後市：

聯準會加速升息、啟動縮表的緊縮政策，已帶動美債殖利率高速揚升、美元指數走高，再加上美國通膨率有望於 4 月開始逐步放緩，這些因子皆不利於金價的基本面環境。

目前看，美債實質利率才剛剛自負值區間轉正至 0.07%，且聯準會緊縮政策也才剛剛起步，故後續實質利率的增長空間仍然

是相當巨大，實質利率的走揚，將會直接導致「零孳息率」的黃金，逐漸失去吸引力。

展望金價後市，除了美債實質利率將持續上行以外，再考量到金價本波下跌並不多，籌碼面看，單週淨多單仍維持在 20 萬口以上的高檔水平，故淨多單後續仍然有繼續下降之空間，金價後市恐仍將繼續承壓，非盤即跌的趨勢並未改變。

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

OANDA 官方網站

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

OANDA 黃金價格走勢

<https://www.oanda.com/bvi-ft/cfds/instruments/xau-usd/>

本網站上發布的事項僅用於提供可作為投資決策參考的資訊，不構成所述投資買賣的邀請或要約。請自行判斷投資政策、投資時機等。請注意根據此服務的資訊，我們對任何交易損失概不負責。此外，本公司也不保證資訊的準確性和完整性，並可能在不事先通知的情況下更改或取消內容。

請注意，我們對資訊中的任何遺漏或錯誤概不負責。